

研究报告

2018 年第 20 期

2018.03.08

课题组组长：周月秋 樊志刚

课题组成员：樊志刚 王小娥 杨苒
朱妮 刘新 王晓娆

执笔人：朱妮

zhuni_csjr@icbc.com.cn

基建投资增长趋势判断及 商业银行信贷策略研究

要点

- 商业经济下行期，基建投资通常被用作经济托底的调控手段。基建投资在很大程度上取决于资金来源，对资金来源进行逐项分解测算后，预计 2018 年基建投资增速还会进一步下降到 10%至 12.8%的区间。未来，我国基建投资在资金来源约束下，难以再现高速增长，投资增速继续下行的压力较大。在对地方政府财政自给率、基建投资子行业走势和国家区域发展规划进行分析后发现，未来一段时间基建投资发展空间较大、可持续性较强的范围是：农村地区（尤其是基础设施匮乏的广大西部地区农村）、雄安新区和粤港澳大湾区的交通运输、水利和环境建设投资，具体省份包括广东、河北、重庆、四川和陕西等。商业银行须在退出过剩产能和进入优质基建项目之间斟酌审定，对于以上重点区域、重点行业的基建项目，可适时进入；对于地方政府债务风险较高、区域经济发展空间不大的基建项目和基建上下游产业，信贷资金应采取稳步退出策略。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

目 录

一、基建投资的概念和组成.....	3
二、我国基建投资已告别高速增长阶段.....	4
（一）主观上，政府已摒弃大干快上的基建投资拉动模式.....	6
（二）客观上，基建投资受到了资金来源的约束.....	7
1. 自筹资金.....	8
2. 国家预算内资金.....	12
3. 国内贷款.....	15
（三）基本结论.....	17
三、基建投资增速放缓下的商业银行信贷策略.....	18
（一）要高度关注地方政府财力状况.....	18
（二）从行业细分角度分析.....	20
（三）从区域发展战略角度分析.....	20



基建投资增长趋势判断及 商业银行信贷策略研究

基础设施建设投资是经济下行期重要的托底力量，短期内具有较好的逆周期调节作用。然而，我国基建投资增速自2014年开始逐年回落，从2013年的21.2%降至2017年的14.9%。这一方面是因为中央政府转变了调控思路，摒弃了依靠大干快上式的投资刺激来抵御经济下行压力的做法，另一方面还与基建投资资金来源受限有关。本报告分为三个部分，第一部分对本文所研究的基建投资的概念及其组成进行概念上的界定。第二部分主要从基建投资资金来源的角度，对每一项资金来源进行估算，得出2018年及未来基建投资增长的几点基本结论。第三部分从地方政府财政自给率情况、基建投资子行业发展趋势和国家区域发展战略三个角度，大致框定出未来一段时间基建投资发展空间较大、可持续性较强的范围，对于以上重点区域、重点行业的基建项目，可适时进入；对于地方政府债务风险较高、区域经济发展空间不大的基建项目和基建上下游产业，信贷资金应采取稳步退出策略。

一、基建投资的概念和组成

基建投资是指利用国家预算内拨款、自筹资金、国内外基本建设贷款以及其他专项资金进行的，以扩大生产能力（或新增工程效益）为主要目的的新建、扩建工程及有关的工作量，是反映一定时期内基本建设规模和建设进度的综合性指标。基础设施包括经济基础设施和社会基础设施。经济基础设施建设投资主要是指交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业，信息传输、计算机服务和软件业四大行业的固定资产投资；社会基础设施建设投资主要是指教育业，科学研究、技术服务和地质勘查业，卫生、社会保障和社会福利业，文化、体育和娱乐业，公共管理、社会保障和社会组织业五大行业的固定资产投资。两者之间的比重关系基本稳定（见图1），这表明经济基础设施建设对全部基础设施建设具有较好的指征性。经济基础设施建设中，信息传输、计算机服务和软件业的占比最低，基本维持

在1%左右。因此可以认为，交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业三大基础设施建设对全部基础设施建设具有较强的代表性。正因为如此，国家统计局的基础设施建设统计口径也主要包括这三大行业。不妨将其定义为狭义基础设施建设投资。本文所研究的即为狭义的基建投资。

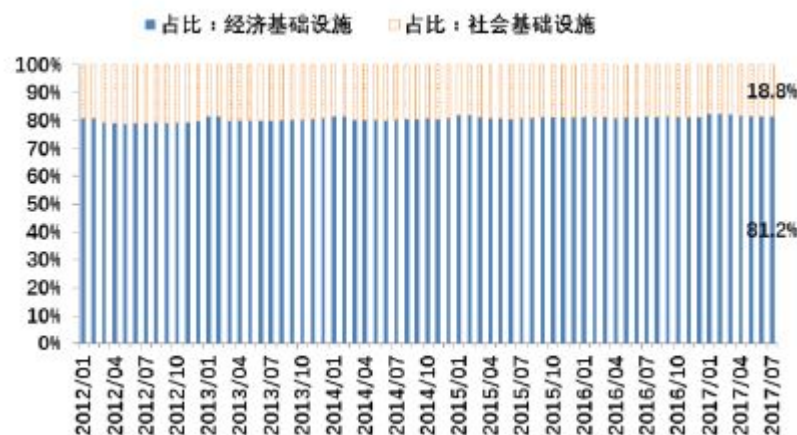


图1 广义基建投资结构占比

数据来源：WIND, 城市金融研究所整理

二、我国基建投资已告别高速增长阶段

我国固定资产投资可分为四部分：房地产投资、制造业投资、基建投资和其投资。其中，基建投资是逆周期调控的重要手段（见图2），近年来占投资的比重明显上升。2012年以来，我国基建投资同比增速一直维持在20%左右，远高于房地产投资和制造业投资（见图3）；其在固定资产投资中的占比从2012年的21%持续上升到2016年的25.5%，2017年进一步上升至27%（见图4），逐渐接近制造业投资占比。在房地产调控和制造业产能过剩的大背景下，基建投资的较快增长在一定程度上抵御了房地产和制造业投资的下滑。

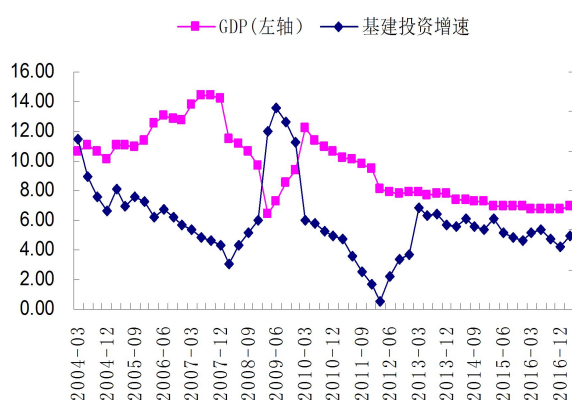


图2 基建投资的逆周期调控作用

数据来源：WIND, 城市金融研究所整理



图3 三大投资累计增速

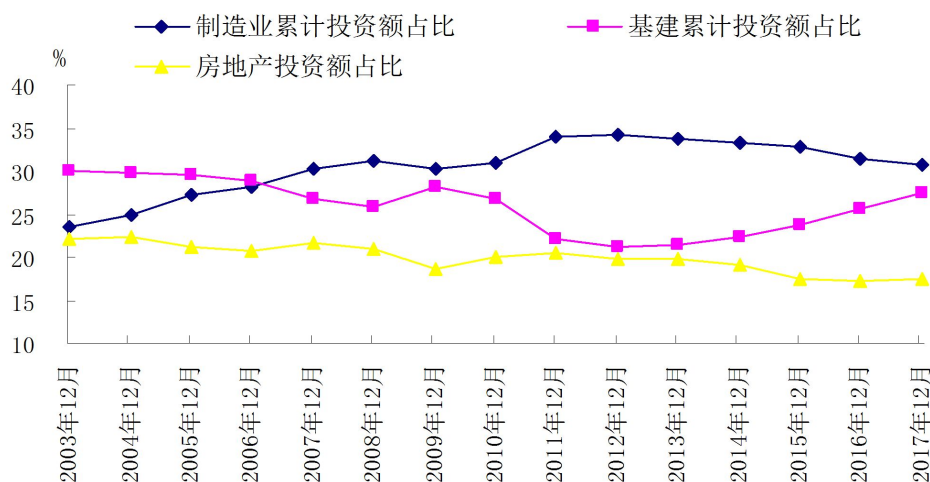


图4 三大投资在固定资产投资中的占比

数据来源：WIND, 城市金融研究所整理

然而，2014年以来，我国基建投资增速呈现逐年下滑态势，单纯依靠基建投资拉动经济增长的模式难以持续。基建投资增速下滑，可以从基建投资的实施主体和资金来源两个角度分析。一般情况下，影响企业投资决策的主要是产品供求、价格走势等市场因素，基建投资含有较强的行政色彩，政府是直接的推动者，国有企业是主要的实践者，其之所以在经济下行期能发挥逆周期调节作用，正是因为这种行政化力量的主导。因此，政府的主观能动性对基建投资的影响是显著的。而资金来源则是任何一种投资不可或缺的关键要素，在后文

中可以看到，基建投资规模与资金来源规模之间存在非常明显的、几乎是完全相等的对应关系。

（一）主观上，政府已摒弃大干快上的基建投资拉动模式

实践证明，基建投资并不是经济增长的“万能药”。一般地，在两种情况下基建投资对经济具有较好的拉动作用。第一种是在国家城镇化率快速上升期，城市基础设施百废待兴，经济内部对基础设施建设产生巨大的需求，加大基础设施投资可有效提高城市公共服务水平，节省经济运行成本，提高经济运行效率。这是以经济发展到某一阶段所产生的需求为前提的，是需求拉动型的基建投资增长。第二种是在经济危机时期，基建投资可以作为**临时性**逆周期调节工具，充当特殊时期经济运行的“定海神针”；但与此同时，经济须加快结构调整，尽快培育新动能来替代基建投资支持经济增长，否则，就会产生一系列问题。

在金融危机爆发初期，我国政府为避免金融危机对中国经济产生重创，采取了4万亿刺激计划，基础设施建设是其主要的投资方向，2009年我国基建投资同比增速达到了42%的历史高位。并对经济产生了明显的拉动作用，使得我国的GDP年增速在金融危机爆发后的2010年还创下了10.6%的阶段性高峰。然而从2011年开始，GDP年增速开始进入下滑通道，从2010年的10.6%一路下跌至2016年的6.7%。原因是大量项目陆续竣工，而经济又没有趁基建投资发力为经济托底的时候实现结构转型，市场再度陷入需求低迷的状态，那些被政策“刺激”出来的扩张产能逐渐转为过剩。这是目前产能过剩形成的一个根本原因。与此同时，**由于基建投资直接由各地方政府拉动，增加了政府部门尤其是地方政府债务风险。**根据社科院的计算口径，我国政府部门（包括地方政府和中央政府）债务占GDP的比重在2009年出现跃升，从2008年的41%提高到49%，2010年以后继续稳步上升，至2014年已达到57.8%，离60%的警戒线仅一步之遥。需要说明的是，这个期间，由于政府融资平台是地方政府融资的主要渠道，因此部分政府债务并没有体现在政府部门，而是记在了企业部门的头上，导致政府杠杆率比实际情况要低。央行研究局局长徐忠在2017年撰文表示，如果考虑城投债、各种其他隐性负债，以及融资平台以国企身份继续借款举债，一些地



方政府热衷于设立各类专项基金、引导基金、名股实债的 PPP，多层嵌套对接银行理财、信托等资金不断加杠杆等问题，当前我国的政府负债极有可能已经超出了 60% 的政府债务警戒线。**最后，是导致投资领域的国进民退。**大量的基础设施建设必须要有相应的资金保证，在政府直接财力有限的情况下，最终都要通过银行贷款、发债或股票等形式从资本市场筹集，这在客观上抢占了私人部门的信贷资源，不利于民间投资增长。正因如此，才有了 2008 年后国有工业企业杠杆率和私营工业企业杠杆率的分化，前者由 2008 年的 57% 逐渐攀升至 2016 年的 61%，而后者则从 57% 下行至 52%。国有企业成为资金的“宠儿”，是民间投资 2011 年以后持续下跌、2016 年失速的重要原因。

鉴于以上原因，我国政府从主观意愿上将不会再依赖大干快上式的基建投资来拉动经济增长。况且，基建投资在固定资产投资中的比重仅为四分之一左右，长期来看，仅仅依靠基建投资来实现经济增长的可能性较小。

（二）客观上，基建投资受到了资金来源的约束

从数据上看（见图 5），2013 年之前，基建投资完成额与资金来源¹之间无论是规模还是累计增速，几乎完全重合；进入 2014 年之后，基建投资完成额逐步超过资金来源，带动二者累计增速之间也出现差距。但总体来看，资金来源对投资完成额的解释度依然较高。基于此，本文通过测算 2018 年基建投资资金来源规模来测算基建投资完成额情况，并在此基础上判断未来基建投资增长趋势。

基建投资资金来源可分为五大类，分别是国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金。从趋势上看，国家预算内资金占比从 2004 年的 9.85% 一路上行到 2016 年的 15.89%；国内贷款占比总体呈下降态势，从 2004 年的 34.66% 下滑到 2016 年的 15.47%，尤其是 2011 年以来占比下滑更加明显；2010 年以后，基建资金来源对自筹资金的依赖程度明显增加，自筹资金占比从 2004 年的 45.87% 上升到 2016 年的 60.05%；其他资金占比近年来一直保持在 1% 以下（见图 6）。目前，自筹资金、预算内资金、国内贷款构成了基建投资资金的主要来

¹根据前文对基建投资的概念界定，将交通运输、仓储和邮政业，电力热力燃气水的生产供应业，水利、环境和公共设施管理业等三个子行业的资金来源加总作为整个基建的资金来源。

源，其中自筹资金又是最主要的来源（见图7）。近十年数据显示，此三项资金来源在基建投资资金来源中的占比基本稳定在91%-93%之间。

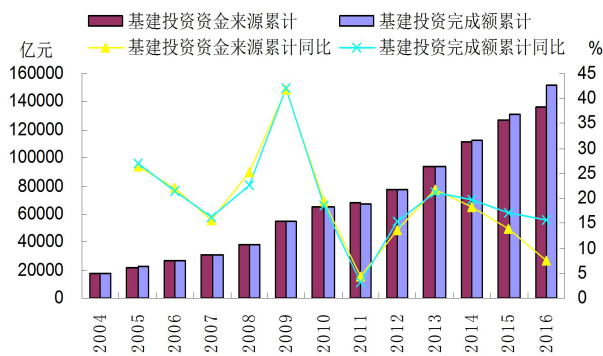


图5 基建投资资金来源与基建投资完成额高度相关

数据来源:WIND, 城市金融研究所整理

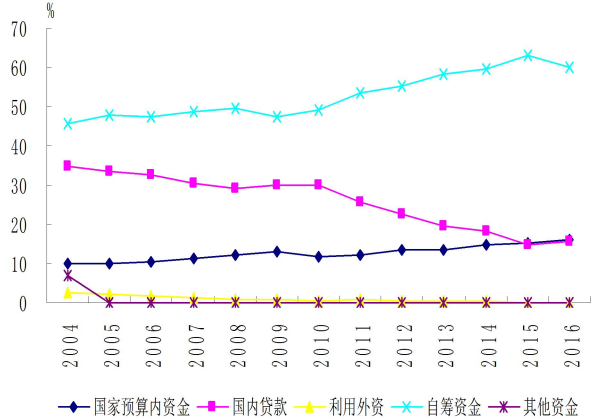


图6 基建投资资金来源占比

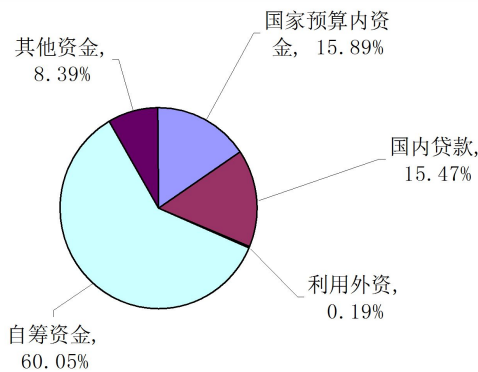


图7 2016年基建投资资金来源占比

数据来源: WIND, 城市金融研究所整理

1. 自筹资金。约 11.6 万亿元。自筹资金主要包括城投债、全国政府性基金支出、PPP 融资和非标融资。其一，城投债，不超过 5000 亿元。2014 年，43 号文的出台明确了政府和企业责任，政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还，划清了地方政府债务界线，意在剥离地方融资平台的政府融资



职能。随后，从2015年末12月颁布的225号文规定城投债三年置换过渡期，到2016年10月的88号文对政府债务进行甄别分类，再到2016年11月公布的具体处置指南，一系列对政府债务的整顿和规范使城投债的净融资量在波动中下行，2017年仅为6000亿元，与2016年1.5万亿元的净融资额相比大幅下降。随着城投企业信用与地方政府信用持续剥离，城投脱离地方财政的进程还在加快，近来多个地方政府自曝财政或经济数据造假，这对地方财政向城投企业的隐性信用输送形成进一步削弱。预计2018年城投债净融资额不会超过5000亿元。

其二，全国政府性基金支出，约7.2万亿元。国有土地使用权出让金收入是全国政府性基金收入的主要构成部分，其主要用途是投向基础设施建设。近年来，土地出让金收入在全国政府性基金收入中的占比多在75%至80%的区间（见表2）。除此以外，政府性基金中还有另外一些收入，其主要用途也是基建投资，比如：城市基础设施配套费、铁路建设基金、民航基础设施建设基金、水利建设基金等等。历史数据显示，这些收入项与土地使用权出让金相加之和，在政府性基金收入中的占比大致稳定在85%上下。目前一二线城市整体库存水平较低，三四线城市库存也在加快下降，开发商拿地热情较高；而增加土地供应仍是各城市调控重点之一。同时，对供地结构的调整（主要是加大共有产权用地、租赁用地的供应）也对土地出让收入形成支撑。但由于房地产价格过快上涨的态势已经得到了初步遏制，土地供应速度过快可能再度引起库存回升，“以地价控制房价”的调控思路也会对出让金收入的增长形成制约。预计2018年土地供应增速将有所下调，不会出现2017年高速增长40%的情况。按照同比增长30%计算，2018年土地出让金收入将达6.8万亿元，由此可得2018年政府性基金在基建投资方面的支出金额将约为7.2万亿元。

表2 国有土地使用权出让金在政府性基金收入中的占比

	国有土地使用权 出让金（亿元）	政府性基金收入 （亿元）	占比
--	--------------------	-----------------	----

2011 年	33173	41363	80%
2012 年	28517	37535	76%
2013 年	42166	52268	75%
2014 年	42606	54114	79%
2015 年	32547	42388	77%
2016 年	37457	46643	80%
2017 年	52059	61462	85%

数据来源：财政部, wind, 城市金融研究所整理

其三，地方专项债，约 1 万亿元。在各种融资偏门被堵后，地方政府专项债券在地方政府为基建项目融资的规范渠道中扮演了重要角色。2015 年，我国首次发行地方政府专项债券，此后新增规模虽然不大，但增速较快，从 2015 年的 1000 亿到 2016 年的 4000 亿，2017 年专项债发行额度为 8000 亿。按往年实际发行规模来看，基本达到当年的发行额度，因此，2017 年专项债发行规模也应在 8000 亿上下。在修明渠、堵暗道的原则之下，各种不正规的举债方式被 50 号文和 87 号文限制后，在市政工程、交通工程等基础设施领域将有更多设定用途的专项债券发行，代替原先的平台贷款和平台债权融资。2018 年专项债券的发行规模还有较大提升空间，预计至少在 1 万亿元左右。

其四，PPP 融资，约 2.1 万亿元。PPP 项目按全生命周期分为识别、准备、采购、执行和移交等五个阶段。其中执行和移交两个阶段称为落地阶段。PPP 落地投资额即 PPP 项目中处于执行和移交阶段的项目的投资总额。2015 年底至 2016 年初是 PPP 项目发起的高峰期（见图 8），PPP 项目从发起到进入落地阶段一般要 13 个月左右时间，这意味着 2017 年 PPP 已经经历了落地的高峰期。2017 年 1 月至 10 月末，PPP 新增落地投资总额为 3.79 万亿元，保守估计全年将达到 4.2 万亿元。针对 PPP 项目中的不规范行为，财政部 92 号文²、国资委 192 号文³对规范 PPP 综合信息平台项目库和中央企业 PPP 业务分别加强了清理整顿与风险管控，2018 年 PPP 融资可能面临一个审批收紧的相对低潮期，尤其是在 2018

² 2017 年 9 月 24 日，财政部发布《关于印发<政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法>的通知》，明确统一新项目入库标准，组织开展已入库项目集中清理。

³ 2017 年 11 月 17 日，国资委下发《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》（国资发财管〔2017〕192 号）加强中央企业 PPP 业务风险管控。



年3月31日之前，正是92号文要求对PPP入库项目进行清理的时期，PPP项目落地速度阶段性放缓的可能性较大。预计2018年PPP落地投资金额会较2017出现一定下滑，全年落地投资额约3万亿元。按照落地项目70%的基建投资占比估算，2018年基建投资中来自PPP融资的规模将在2.1万亿元左右。

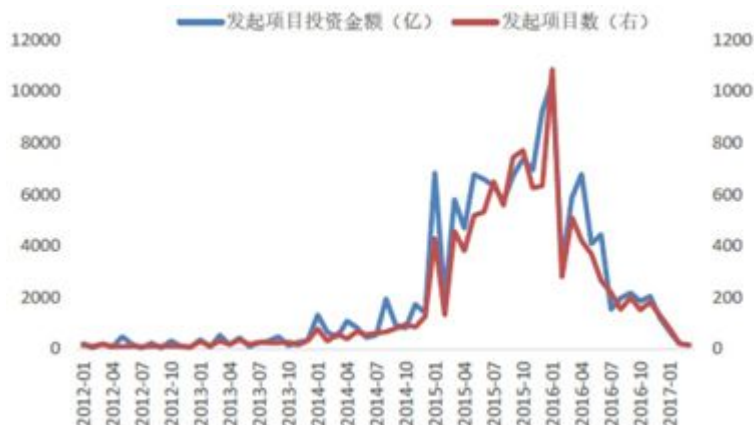


图8 PPP发起项目数和发起项目投资金额

其五，非标融资，约7500亿元。信托方面，自2007年“一法两规”实施以来，信托业已维持了10年的增长态势。2013年，信托行业规模突破10万亿，2016年突破20万亿元，截至2017年第三季度信托业资产管理规模已达24.4万亿元，同比增速达34.4%，预计2017年全年信托资产规模净增5万亿元左右，资产余额将达25万亿，同比增长25%。同时，基建领域的资金信托占比近年来稳步下调，截至2017年9月末为13.1%。然而，主要由通道业务推高的信托资产规模已经引起监管部门的高度关注。在金融去杠杆、防风险、降成本的政策导向下，通道业务高速增长难以为继，2018年信托资产规模高速增长的态势可能出现拐点，预计全年信托资产余额30万亿元，同比增长20%，全年净增5万亿元。若按照13%的比例匡算，2018年则信托投向基建的总规模大约在6500亿元左右。

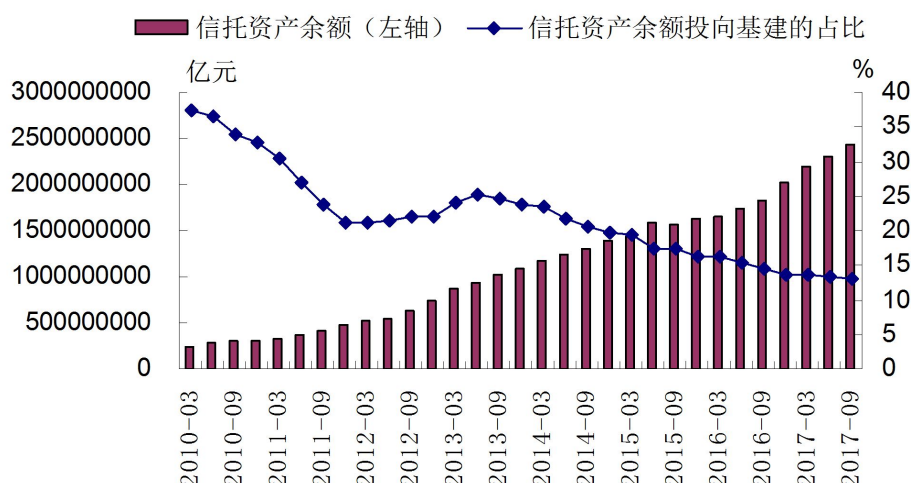


图9 信托资产余额及投向基建领域的占比

数据来源：WIND, 城市金融研究所整理

委托贷款方面,2017 年银行表外业务规模明显收缩,全年新增委托贷款 7770 亿元,显著低于 2016 年的 2.2 万亿元;2018 年年初出台的《商业银行委托贷款管理办法》针对委托贷款中的不规范操作开展整顿,预计 2018 年新增委托贷款规模将比 2017 年至少回调至 5000 亿元以下,按照委托贷款投向基建的比例大致为 20%来计算,2018 年投向基建的委托贷款资金应该不会超过 1000 亿元。

将上述五部分相加可得 2018 年基建投资自筹资金规模约为 11.6 万亿元。

2. 国家预算内资金。约2.6万亿元。根据财政部预算执行报告,国家财政预算包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算。其中,国有资本经营预算规模较小,仅占0.77%;社保基金预算与基建关系不大;政府性基金预算则统计在自筹资金中。因此,就基建投资资金来源而言,国家预算内资金对应的其实就是一般公共预算支出。我们根据以下公式对基建投资预算内资金规模进行测算:

公式①: 预算内投向基建的资金=(公共财政收入+名义GDP*实际赤字率)*基建投资预算内资金占公共财政支出比

公式②: 实际赤字率=(公共财政支出-公共财政收入)/名义GDP

从公共财政收入看,主要税种增速将出现回落,带动2018年财政收入增速



稳中有降，初步预测在6%左右。其一，企业税收是公共财政收入的主要来源。2004年至2016年，尽管税收在公共财政收入中的占比缓慢下降，但截至2016年依然高达81.7%，全国公共财政收入增速与企业税收增速之间仍然具有较强的相关性（见图10）。根据工信部2018年预期目标，工业增加值增速将在6%左右，较2017年回落0.6个百分点，带动工业增值税增速回调。由于工业增加值增速回落和PPI涨幅回落，2018年工业企业效益难有进一步改善，工业企业所得税增速也将缓中趋落。其二，房地产相关税收回落。受房地产调控的影响，房地产买卖将回归理性，带动房地产企业所得税、契税、土地增值税、耕地占用税等相关税收增速回落。其三，社会消费品零售额累计增速近年来稳中有降，从2012年的14.5%逐步下滑至2017年的10.2%，预计2018年消费增速仍将持续小幅回调态势，约在10%左右，受此影响，商业增值税增速也将小幅回调。其四，在实体经济起色不明显、“严监管”政策继续保持高压的背景之下，银行经营状况难有明显好转，金融业税收将继续低速增长。其五，2018年减税降费力度将进一步加大，影响税费增长。综合以上因素，初步预测，2018年财政收入增速下降至6%左右，全年财政收入约18.3万亿元。

从公共财政支出看，2018年中央和地方财政将面临较大的增支压力。2017年我国财政支出首次超过20万亿，高基数效应下2018年财政支出增速将大概率下降。公共财政收入增速的下滑也对财政支出形成刚性约束。初步预测，2018年财政支出增速将下降至5.1%左右。即便这样，也意味着全年财政支出将高达21.3万亿元。

假设2018年实际GDP增速6.7%，CPI增速采用中科院预测科学研究中心发布的《2018年中国物价走势预测》报告中的预测值1.9%，得到2018年GDP名义增速约为8.5%，可计算出2018年名义GDP约89.7万亿元。代入公式②，得到2018年实际财政赤字率的预测值为3.4%。

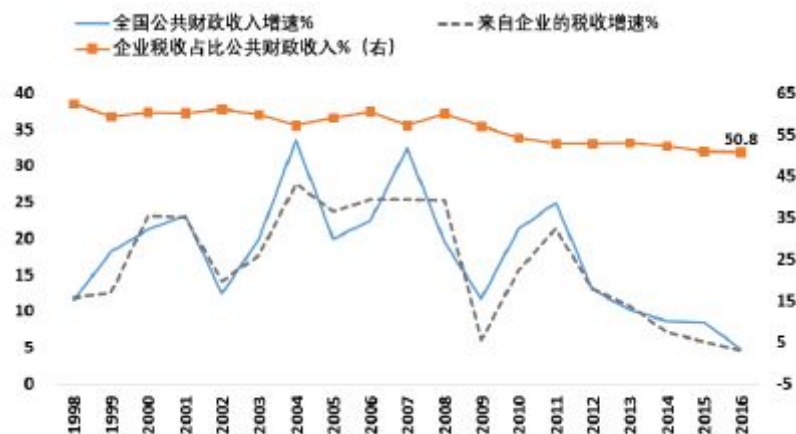


图10 企业税收是公共财政收入的主要来源

来源：浙商证券，《基于资金来源的分析和测算：基建投资增速回落幅度会有多大？》

从财政支出中的基建投资占比看，近年来投向基建的预算内资金占公共财政支出比例总体呈上升态势，2016 年该比重大约为11.53%（见表3，图11），预计2018年公共财政支出对基建投资的投入力度还会稳步提升，按照12%的比重保守估计，最终可以测算得到2018年基建投资预算内资金规模大约为2.6 万亿元。

表3 我国公共财政支出中用于基建投资的占比

年份	基础设施建设：国家预算内资金				公共财政支出 (亿元)	公共财政支出 中用于基建投资 的占比 (%)
	电力、热力、燃气、 水的生产和供应业 (亿元)	交通运输、仓储和 邮政业 (亿元)	水利、环境 和公共设施 管理业 (亿元)	合计 (亿元)		
2004	253	830	607	1691	28487	5.9
2005	321	1070	774	2164	33930	6.4
2006	381	1387	943	2711	40423	6.7
2007	585	1614	1264	3464	49781	7.0
2008	680	2119	1895	4694	62427	7.5
2009	1060	3162	2880	7102	75874	9.4
2010	904	3403	3272	7579	89575	8.5
2011	974	3414	3898	8285	108930	7.6
2012	1116	3941	5396	10453	125712	8.3
2013	1398	4612	6651	12662	139744	9.1



2014	1776	6335	8220	16331	151662	10.8
2015	1931	7369	9818	19119	175768	10.9
2016	1969	8234	11460	21663	187841	11.5

数据来源：WIND，城市金融研究所整理

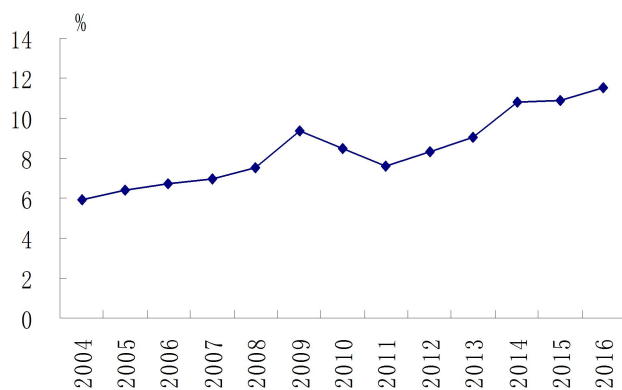


图 11 公共财政支出中的基建投资占比

数据来源：WIND，城市金融研究所整理

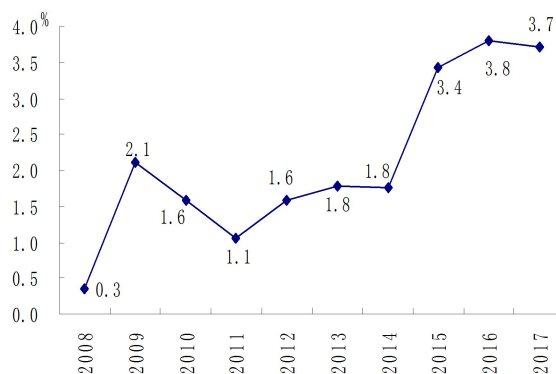


图 12 我国实际财政赤字率

3. 国内贷款。约2.9万亿元。2011年至2016年，国内贷款投向基建部分的占比稳中有降，2016年为17%（见图13）。中央经济工作会议明确提出，要保持稳健中性的货币政策，保持货币信贷和社会融资规模合理增长。这意味着，在2018年实体经济稳增长的目标要求下，信贷支持仍然不可或缺；但流动性水平在中性货币政策框架下不大可能出现大幅放松，加上“去杠杆”仍将持续，预计信贷增长可能呈现出总额增长、增速放缓的态势，这样既可以满足实体经济需要，又有助于控制宏观经济杠杆率水平。预计2018年新增贷款将达14.4万亿元，贷款余额同比增速比2017年（12.7%）略低，为12%左右。考虑到对房地产按揭的调控引导资金调整投向，对通道融资的清理整顿将新增贷款中投向基建的比例有望提升，若按照20%计算，可得2018年基建投资国内贷款资金规模约为2.9万亿元。

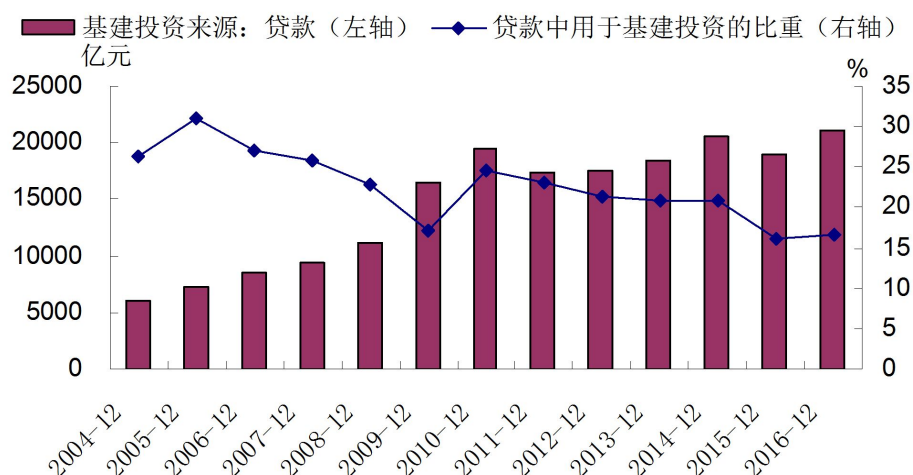


图13 国内贷款投于基建部分的占比

数据来源：WIND，城市金融研究所整理

将上述资金来源汇总后，可以算出 2018 年基建资金来源中，自筹资金、国家预算内资金和国内贷款三项之和约为 17.1 万亿元，按照 92% 的占比倒推，可得 2018 年基建投资资金来源总规模约 18.6 万亿元，其资金来源结构见图 14。根据图 5 中最近几年基建投资额与资金来源总额之间的差距⁴对 2018 年基建投资资金来源规模进行调整，可以得到 2018 年基建投资规模约为 19 万亿-19.5 万亿。根据国家统计局数据，2017 年我国基建投资累计完成额 17.3 万亿元，据此可计算出 2018 年我国基建投资完成额累计增速在 10%-12.8%，明显低于 2017 年 14.93% 的增速水平。

⁴ 采用同样的方法可以估算出 2017 年基建投资资金来源总规模为 16.4 万亿元。

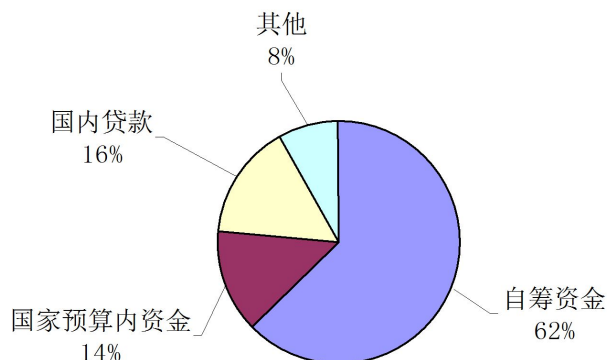


图 14 2018 年基建投资资金来源结构估算

（三）基本结论

通过以上分析，可以得出未来基建投资发展的几点基本结论。

结论一：基建投资对经济的逆周期调节作用并非持久有效，我国不会出台基建投资刺激政策。基建投资只能为经济结构调整、新旧动能转换争取时间，防止经济在此期间出现失速下滑。脱离了结构调整的基建投资迟早会给经济带来一系列问题，包括政府债务、过剩产能、挤占民间投资等。即便基建投资被放在重要的位置，也不意味将出台刺激计划。

结论二：受资金来源影响，2018 年基建投资增长将连续第五年放缓，未来我国基建投资恐难再现高速增长。我国基建投资增速从 2014 年开始逐年回落，从 2013 年的 21.2% 降至 2017 年的 14.9%，2018 年预计增长 10%-12.8%。受企业税收增长乏力、地方政府财长收支压力加大、非标融资渠道收窄、PPP 短期内难挑大梁的影响，基建投资的资金来源在未来一段时间还将继续受到较大的限制，投资增速下行压力较大，以往动辄 20% 以上高速增长的局面难以再现。

结论三：自筹资金和贷款对基建投资增长的贡献度提升。比较 2016 年⁵和 2018 年基建投资资金来源的结构可以发现，主要资金来源中，自筹资金和国内

⁵2017 年资金来源结构数据尚未公布。

贷款的贡献度有不同程度上升，其中自筹资金依然是基建投资最重要的资金来源渠道。自筹资金中，除了全国政府性基金支出在土地出让金收入的拉动下有望实现增长、专项债规模平稳扩大以外，其余部分（城投债、PPP、非标融资）的资金支出均可能出现下滑。换言之，基建投资资金来源对土地出让、专项债和银行贷款的依赖有所上升。

三、基建投资增速放缓下的商业银行信贷策略

中国经济从追求速度到强调质量的转变，落脚到基础设施建设上就是，中央政府对基建投资的定位从以基建投资速度拉动经济增长，转为以更优质的基础设施建设促进经济向更高质量发展。因此，于银行而言，基建增速下滑并不简单意味着信贷资金从相关行业（比如钢材、水泥行业）退出，相反，如前面得出的结论，基建投资资金来源中贷款的比重很可能稳中有升，基建投资对信贷资金的依赖程度不减反升，意味着商业银行信贷业务可以在基建领域发挥更大作用。新形势下，商业银行对基建行业的信贷策略应紧密结合政府基础设施建设发展规划，考量地方政府财政状况，跟踪基建行业分化趋势，预判区域基础设施建设发展空间，方能做到信贷资源的精准收放。

（一）要高度关注地方政府财力状况

从基建投资资金来源看，政府在基建投资中发挥的作用巨大，预算内资金、政府性基金支出、地方政府专项债、PPP 融资，都与地方政府财政状况有着千丝万缕的联系。地方政府财政状况出现问题，基建项目将受到直接影响。近年来，我国地方政府财政自给率呈下降趋势，从 2014 年的 58.8% 降至 2017 年的 52.7%，地方财政收支压力不断加大。分地区看，2017 年前 11 个月，东部、西部、中部和东北地区⁶地方政府财政自给率分别为 72.1%、33.3%、45.6% 和 36.9%（见表 4），东部地区明显领跑其他省份。西部地区自给率最低，只有重庆市的财政自给率超过了 50%，其次是陕西（43.4%）和四川（42.3%）。中部地区中的山西、湖北、安徽和江西财政自给率水平较高。东北地区辽宁省财政自给率最高，为 54.4%。

⁶ 东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南。西部地区包括四川、重庆、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、广西、内蒙。中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南。东北地区包括辽宁、黑龙江、吉林。



然而，考虑到近来若干省份相继自曝财政数据造假，至少辽宁、内蒙、天津的真实财政自给率存在下调空间。政府财力状况在基建项目融资中发挥的直接和间接的作用巨大，而且部分基础设施建设（典型的比如地铁）建成以后，也需要地方财政的大量补贴方能持续运营，因此，财政自给率较高的地区，基建项目顺利实施的概率也较高。而地方财政出现困难的地区，基建投资的风险也相对较高。去年包头地铁、呼和浩特地铁部分线路被政府叫停，就是地方政府债务压力加大，地铁修成后运营成本又较高，导致地方财力难以支撑的结果。

表4 我国地方本级政府财政自给率(%)

东部地区	2016	2017前11个月	中部地区	2016	2017前11个月
北京	79.31	87.38	山西	45.24	51.81
天津	73.62	77.75	安徽	48.40	46.72
河北	47.12	51.02	江西	46.57	46.39
上海	92.59	92.73	河南	42.31	40.42
江苏	81.36	78.83	湖北	48.30	49.10
浙江	76.00	84.14	湖南	42.56	36.86
福建	61.92	58.69	平均值	45.56	45.22
山东	66.97	66.62			
广东	77.27	76.80			
海南	46.31	46.96			
平均值	70.25	72.09			
西部地区	2016	2017前11个月	东北地区	2016	2017前11个月
四川	42.32	42.30	辽宁	48.05	54.43
重庆	55.67	53.86	黑龙江	27.17	27.59
贵州	36.63	34.89	吉林	35.24	35.37
云南	36.11	33.61	平均值	36.82	39.13
西藏	12.97	10.96			
陕西	41.78	43.38			
甘肃	24.98	25.55			
青海	15.64	16.93			
宁夏	30.82	30.96			
新疆	31.39	31.68			
广西	34.80	34.28			
内蒙	44.68	41.72			
平均值	33.98	33.34			

数据来源：WIND, 城市金融研究所整理

（二）从行业细分角度分析

从行业细分角度看，信贷资金可在交运、水利、环保领域发挥更大作用。十九大报告明确表示，要“加强水利、铁路、公路、水运、航空、管道、电网、信息、物流等基础设施网络建设。2013年以来，基建投资三大子行业的走势出现较为明显的分化：水利、环境及公共设施管理业保持高速增长，电热气水的生产和供应业增速持续下滑，交通运输仓储邮政业投资增速先降后升（见图15）。从结构看，“十一五”时期，主导基建投资的主要是交通，在大规模推动交通建设的阶段过后，2013年以来，水利环保等公共设施投资占比超过交通，成为基建投资的主导力量（见图16）。综合来看，交通与水利环保是现阶段我国基础设施建设的重点，高速铁路、高速公路、城市轨道交通、综合管廊、环保设施等基建行业可成为信贷资金支持的主要对象。

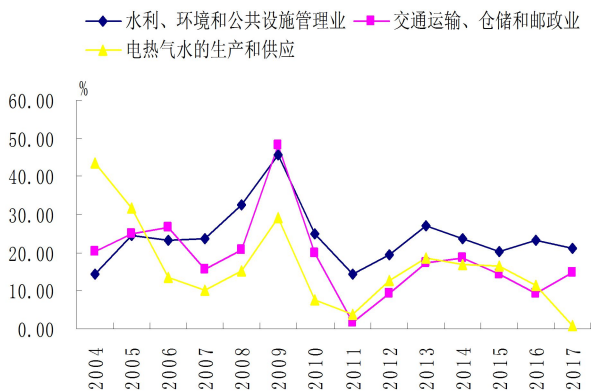


图15 基建三大子行业投资增速出现分化

数据来源：WIND，城市金融研究所整理

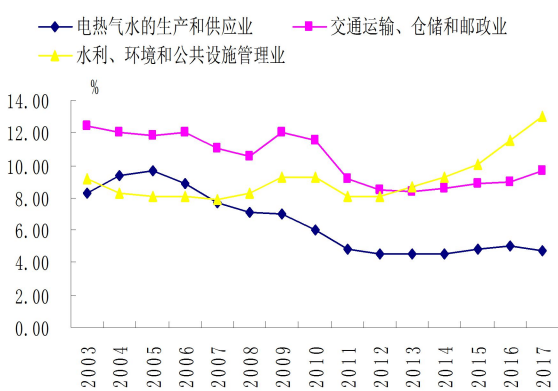


图16 基建三大子行业投资占固定资产投资比重

（三）从区域发展战略角度分析

从区域发展战略角度看，基建投资在以下区域具有较大的可持续发展空间。一是农村。十九大报告和中央经济工作会议均强调“实施乡村振兴战略”；中央农村工作会议首次提出，走中国特色社会主义乡村振兴道路，坚持重中之重战略地位，切实把农业农村优先发展落到实处。农村发展的战略地位不断升高，必然要求农村的公路、水利、电力、环保等基础设施建设加快发展。二是雄安



新区。交运和环保是雄安新区建设的重点，投资体量预计上万亿。粗略估算，未来雄安新区的建设将带来总计约 1.2 亿吨至 1.4 亿吨的钢材需求。假定建设周期 10 年，年化需求将在 1200 万吨至 1400 万吨。短期内雄安新区的起步建设将带来年均 200 万吨的钢材需求，长期建设（20 年）带来的年均钢材需求将在 570 万吨左右。这对相关区域内钢铁企业的拉动作用不言而喻。三是粤港澳大湾区。大湾区建设六大方向之一正是推进基础设施互联互通。包括推动内地与港澳交通设施有效衔接，构建高效便捷的现代综合交通运输体系，共建世界级港口群和空港群，优化高速公路、铁路、城市轨道交通网络布局，完善现代货运物流体系，提升客货运输服务水平。世界级港口群、空港群，高速公路、铁路、城市轨道，都需要大量的钢材，包括大量的建筑用钢。此外，粤港澳大湾区建设还要着力构建具有国际竞争力的现代产业体系，未来粤港澳大区高端装备制造业的发展，对高端钢材需求也将增多。

结合以上三方面，可以框定出未来一段时间基建投资发展空间较大、可持续性较强的范围是：农村地区（尤其是基础设施匮乏的广大西部地区农村）、雄安新区和粤港澳大湾区的交通运输、水利和环境建设投资，具体省份包括广东、河北、重庆、四川和陕西等。商业银行须在退出过剩产能和进入优质基建项目之间斟酌审定，对于以上重点区域、重点行业的基建项目和相关产业，可适时进入；对于地方政府债务风险较高、区域经济发展空间不大的基建项目和基建上下游产业，信贷资金应采取稳步退出策略。